

## CitiWeekly

### Zyski czy popyt, czyli pytania o pochodzenie inflacji

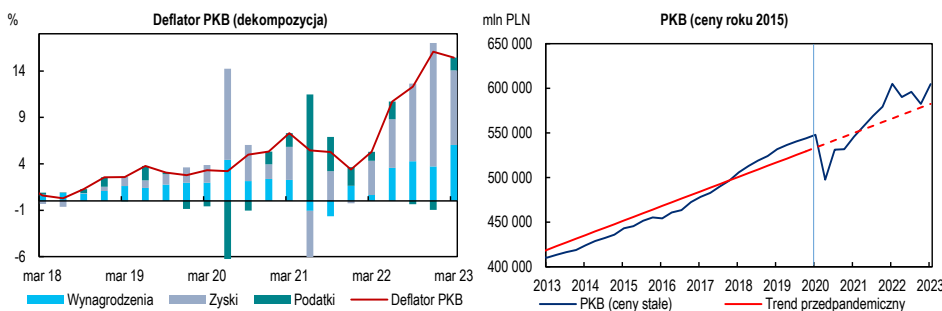
- *Poniższy tekst stanowi skróconą wersję raportu dostępnego pod następującym [linkiem](#).*
- W ostatnich miesiącach wiele pytań, dyskusji oraz kontrowersji wzbudza fakt, że w okresie bardzo wysokiej inflacji sektor przedsiębiorstw odnotowuje wysokie wyniki. W dyskusjach pojawia się argument o tym, że wysoka dynamika zysków to oznaka wykorzystywania pozycji monopolistycznej przez firmy, a rosnące zyski uznawane są za *przyczynę* inflacji. Według niektórych głosów, rozwiązaniem dla inflacji w takiej sytuacji ma być nie tyle podnoszenie stóp procentowych, co wręcz mrożenie cen.
- Spoglądając na zmiany deflatora PKB (tj. cen w gospodarce) w 2022 roku, rzeczywiście niemal 70% jego wzrostu można przypisać wyższym zyskom jednostkowym, co widać na wykresie 1. Należy jednak podkreślić, że wykres ten nie pokazuje *przyczyn* inflacji, lecz raczej jej *objawy*. W okresie szoku inflacyjnego zazwyczaj rosną nominalne wartości, takie jak zyski oraz płace. Tak też jest tym razem, przy czym o ile znaczenie zysków było relatywnie większe na początku 2022 roku, o tyle teraz na znaczeniu zyskują głównie rosnące wynagrodzenia (a zyski hamują).
- Ani zyski ani płace nie są same w sobie przyczyną inflacji, lecz jej objawem. Fakt, że firmy są w stanie osiągać wyższe wyniki, a pracownicy są w stanie wynegocjować wyższe wynagrodzenia, jest możliwy przede wszystkim dlatego, że popyt w gospodarce jest silny. Zdajemy sobie sprawę, że twierdzenie o nadmiernej sile popytu w sytuacji, gdy konsumpcja spada przez trzy kwartały z rzędu może wydawać się mało przekonujące, jednak znajduje ono potwierdzenie w danych. Jak pokazuje prawa część wykresu 1, okazuje się, że nawet pomimo ostatniego ostrego hamowania gospodarczego, PKB pozostaje powyżej przedpandemicznego trendu/potencjału. Co więcej, z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że w rzeczywistości różnica między PKB a potencjałem jest jeszcze większa niż sugeruje wykres (ze względu na negatywny wpływ pandemii na potencjał gospodarki). W sumie oznacza to, że popyt jest wciąż silniejszy niż możliwości produkcyjne w polskiej gospodarce.
- Skoro popyt utrzymuje się na (zbyt) wysokim poziomie, mrożenie cen nie ograniczyłoby presji inflacyjnej. Co najwyżej zostałaaby one „przekierowana” na inne towary i usługi. W świetle dostępnych danych stare recepty na walkę z inflacją wydają się wciąż skuteczne - aby obniżyć presję cenową, gospodarka powinna po prostu wyhamować do poziomów nie powodujących nadmiernej presji cenowej.

**Tabela 1. Prognozy rynkowe**

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,50	4,05	5,11	1,11	6,75	2,38	3,55
II KW 24	4,63	3,96	5,20	1,17	6,00	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.05.2023 r. Pozostałe prognozy z 23.05.2023 r.

**Wykres 1. W ostatnich kwartałach wzrost zysków (a ostatnio również płac) towarzyszył podwyższonej inflacji. Główną przyczyną tego zjawiska to nie tyle zysk-flacja, co raczej wciąż nadmiernie silny popyt**



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633  
piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciotek, CFA**

+48-22-657-7750  
arkadiusz.trzciotek@citi.com

**Maciej Baçal**

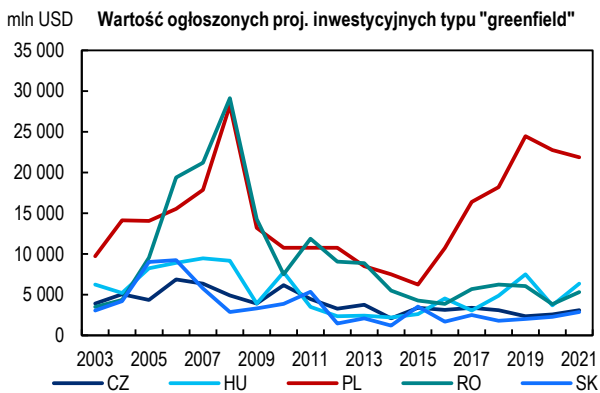
maciej.bacal@citi.com

#### Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

## Tydzień w wykresach

**Wykres 2. Polska korzysta na przebudowie łańcuchów dostaw**

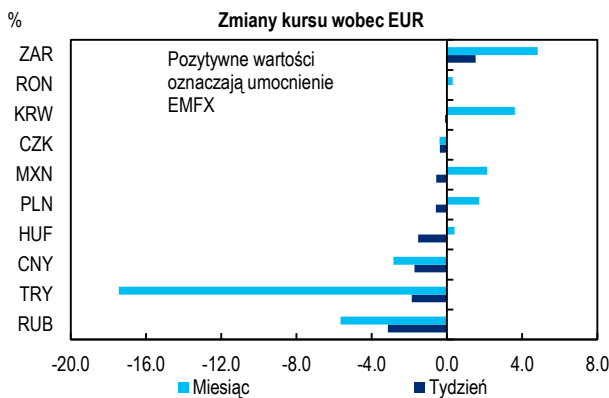


Źródło: UNCTAD, Citi Handlowy

■ Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych nie słabnie. W minionym tygodniu Intel poinformował, że zainwestuje 4,6 mld USD w nowy zakład integracji i testowania półprzewodników k/ Wrocławia. Będzie to największa jednostkowa inwestycja w historii Polski. Warto odnotować, że od czasu rozpoczęcia „wojen handlowych” między USA a Chinami napływ FDI do Polski nabiera tempa (wykres 2). Procesy dywersyfikacji łańcuchów produkcji oraz *nearshoring* okazują się korzystne dla polskiej gospodarki.

■ Nie wiadomo czy decyzje o uruchomieniu inwestycji poprzedzały jakiegokolwiek przepływy finansowe (lub transakcje zabezpieczające). Niemniej informacje o napływie FDI pomagają wyjaśnić silne (na tle regionu) umocnienie PLN, które rozpoczęło się w II poł. kwietnia, a więc w okresie gdy MF było zapewne mniej aktywne na rynku FX.

**Wykres 3. Złoty bez większych zmian w tygodniu, w którym TSUE ogłosił wyrok**



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

■ Długo wyczekiwany wyrok Trybunału Sprawiedliwości UE (TSUE) nie przyniósł niespodzianek, a jego treść była zbieżna z opublikowaną w lutym opinią Rzecznika TSUE. Tak jak zakładaliśmy, ogłoszenie wyroku nie miało istotnego bezpośredniego wpływu na notowania złotego oraz obligacji. Chwilowe niewielkie osłabienie PLN zostało szybko odwrócone po ogłoszeniu decyzji EBC i umocnieniu euro (więcej poniżej).

■ Z punktu widzenia makroekonomicznego, główną konsekwencją ostatnich wydarzeń jest to, że konieczność tworzenia rezerw przez najbardziej dotknięte instytucje może przyczynić się do wolniejszej akcji kredytowej. Niemniej ten czynnik zapewne jest już od dłuższego czasu uwzględniony w konsensusie prognoz dla polskiej gospodarki.

**Wykres 4. Jastrzębi ton ze strony EBC pomógł umocnić euro**



■ Z punktu widzenia inwestorów kluczowymi wydarzeniami minionego tygodnia były posiedzenia amerykańskiego banku centralnego oraz EBC.

■ Fed postanowił tym razem wstrzymać się z podwyżką (stopa Fed funds wciąż w przedziale 5-5,25%), ale komunikat banku centralnego można uznać za jastrzębi - tzw. „wykres kropkowy” sugeruje, że sami przedstawiciele Fed spodziewają się jeszcze dwóch podwyżek. Powyższy scenariusz jest zresztą zgodny z naszymi oczekiwaniami, choć rynki dyskontują maksymalnie jednej podwyżki.

■ Z kolei EBC zdecydował się na podwyżkę o 25 pb do 3,5% (stopa depozytowa). Co więcej, prezes Lagarde praktycznie zapowiedziała kolejną podwyżkę w lipcu, co jest zgodne z naszym podstawowym scenariuszem (spodziewamy się, że do kolejnej i ostatniej podwyżki może dojść we wrześniu).

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>20 cze WTOREK</b>							
8:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	V	1.5	1.7	4.1
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VI	13	13	13
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	V	1418	1395	1401
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	V	1491	1423	1416
<b>21 cze ŚRODA</b>							
10:00	PL	Płace	% r/r	V	13	12.7	12.1
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	V	0.5	0.4	0.4
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	-3.1	-3	-6.4
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	V	7	7	7
<b>22 cze CZWARTEK</b>							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	V	-5.3	-5.7	-7.3
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	V	2.9	1.5	1.2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	265	260	262
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	V	4300	4250	4280
<b>23 cze PIĄTEK</b>							
9:30	DE	PMI dla przemysłu	pkt	VI	44	43.6	43.2
9:30	DE	PMI dla usług	pkt	VI	57	56.2	57.2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	VI	45.4	44.9	44.8
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VI	54.8	54.3	55.1
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	V	--	7.1	6.7
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	VI	48.3	48.5	48.4
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	VI	54	54	54.9

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	690	813	934
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 068	3 364	3 691
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 858	18 107	21 356	24 572
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,6	5,6
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-0,3	6,8
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,3	5,9
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,2	6,9
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	2,5	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	6,00	5,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,98	3,93
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,14	3,95
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,58	4,67
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,59	4,63
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	-8,2	-13,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	-1,0	-1,5
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	-17,0	-23,1
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	392,8	435,6
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	409,8	458,7
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	47,5	52,8
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-35,8	-39,6
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-4,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,3	-3,7	-2,4
Dług publiczny (polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	39,4	40,1	40,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Arkadiusz Trzciołek, CFA**

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

[arkadiusz.trzciolek@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolek@citi.com)

**Maciej Bącal**

Stażysta

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto:poland.research@citi.com)

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.